

# 大类资产月报第6期

## 宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：李欣越（执业 S1130523080006）

lixinyue@gjzq.com.cn

## 11月展望：“靴子落地”之后？

10月以来，市场长期的担忧与期待相继落地：海外四季度美债发行低预期、美联储会议继续暂停加息；国内“万亿国债”的重磅刺激也超预期落地。“靴子落地”之后，市场主线逻辑的切换？本文分析，仅供参考。

### 热点思考：11月展望，“靴子落地”之后？

#### 一、10月海外市场主线？美债利率冲高回落、三季报行情开局黯淡

10月上中旬，美债利率冲高，对海外风险资产形成集体压制。10月23日，10Y美债利率一度上行至5%、较9月31日大幅上行43bp。近期美债利率由三方面推升：第一，美债供求压力，融资缺口扩大导致发行放量，需求侧承接能力及意愿也在下降；第二，基本面持续韧性；第三，投机行为扰动，美债非商业空头持仓一度升至99%的历史高位。10月下旬，分母端压力缓和后，美股仍在回调，三季报引发市场对远期盈利的担忧或是主因。10月下旬是美股三季报发布期，已公布业绩的275家上市公司整体盈利较去年增长了8.4%，除能源业外、其他行业的盈利均超预期；但标普500大跌4.1%。业绩与市场表现背离的背后，远期指引下调或为主因：10月以来，四季度盈利预期被下调2.4%。

#### 二、10月国内市场焦点？流动性未现明显缓和，万亿国债增强市场信心

10月上中旬，流动性影响下，国内市场延续“股债双杀”；上证指数下跌5.5%，10Y国债上行4.3bp。股市方面，公募基金发行低迷、险资私募持仓延续低位、北上资金不断外流；A股市场月均成交额由4月的21.7万亿走低至10月的12.1万亿。债市方面，10月以来，地方债发行加速、国债供给放量；同时，流动性环境趋紧，DR007显著上行。

“万亿国债增发”成为市场重要转折点，A股应声反弹，南华指数企稳回升；供给压力加剧后，债市延续波动。10月24日，中央再度年中加码、增发一万亿元国债，进一步释放积极的政策信号。10月24日以来，上证指数、南华综合指数分别上涨2.7%、1.1%；而政府债集中供给压力加大，叠加经济预期改善与资金面承压，债市波动仍在延续。

#### 三、11月市场如何演绎？海外关注基本面压力，国内聚焦资金行为变化

海外，随着美债发行计划公布、美联储议息会议“靴子落地”，美债定价逻辑或向基本面切换，美股分子端的影响也在抬升。近期，美联储暂停加息、态度相对偏鸽；再融资会议也更加谨慎，四季度净发债较7月预期值下降760亿美元。“靴子落地”后，市场转向对PMI、非农等基本面数据的关注；美股方面，关注重心或也向经济下行压力倾斜。国内，随着万亿国债“靴子落地”，市场焦点或将转向资金面的边际变化；股市关注资金风险偏好的变化，债市关注流动性投放的对冲。股市，近2周偏股型公募合计募资42亿，北上资金累计流入1.1亿；内外资的资金行为近期都有所缓和，未来演绎仍需跟踪。债市，年内政府债待发规模或超3万亿；供给压力之下，关注降准等流动性投放。

### 月度回顾：全球股市全线下跌，原油价格大幅下跌（2023/10/01-2023/10/31）

**股票市场：**发达国家、新兴市场股指全线下跌，澳大利亚普通股指数领跌；A股各类宽基指数均下行，创业板指、上证指数和万得全A分别下跌1.8%、3.0%和2.2%；香港市场全线下行，恒生指数下跌3.9%。

**债券市场：**发达国家10年期国债收益率多数上行。美国10Y国债收益率上行29.0bp至4.9%，法国、日本和英国10Y国债收益率分别上行2.0bp、17.8bp和8.3bp；德国、意大利10Y国债收益率分别下行7.0bp、5.8bp。

**外汇市场：**美元走强态势减弱，人民币兑美元贬值。美元指数上涨0.5%，英镑兑美元贬值0.4%，欧元兑美元升值0.1%，在岸、离岸人民币兑美元分别贬值0.3%、0.6%至7.3、7.3。

**商品市场：**大宗商品价格多数下跌，原油、有色、农产品下跌，贵金属上涨，黑色涨跌分化。生猪、棉花和WTI原油领跌，跌幅分别为14.4%、11.6%和10.8%。原油价格跌幅较大，贵金属价格保持上涨。

### 风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

## 内容目录

一、热点思考：11月展望，“靴子落地”之后？	5
一、10月海外市场主线？美债利率冲高回落、季报行情开局黯淡	5
二、10月国内市场焦点？流动性未现明显缓和，万亿国债增强市场信心	7
三、11月市场如何演绎？海外关注基本面压力，国内聚焦资金行为变化	9
二、大类资产高频跟踪（2023/10/01-2023/10/31）	12
（一）月度回顾：全球股市全线下跌，原油价格大幅下跌	12
（二）股票市场追踪：发达国家、新兴市场股指全线下跌	12
（三）债券市场追踪：发达国家10年期国债收益率多数上行	13
（四）外汇市场追踪：美元走强态势减弱，人民币兑美元贬值	14
（五）大宗商品市场追踪：大宗商品价格多数下跌，黄金价格明显上涨	15
三、报告精选	17
（一）美债供求压力何时缓解？	17
（二）历史上的“股债双杀”，如何破局？	19
风险提示	22

## 图表目录

图表 1：近期，美债收益率冲高后小幅回落	5
图表 2：家庭和非营利部门购买美债规模明显上升	5
图表 3：基本面数据发布对美债利率的直接冲击约 2 成	5
图表 4：投机行为对美债利率也有一定影响	5
图表 5：10月下旬，标普 500 指数仍在延续调整	6
图表 6：当前已发布业绩的 275 家上市公司 EPS 小幅增长	6
图表 7：市场对不同三季报表现上市公司的平均反应	6
图表 8：标普 500 指数 2023 年四季度 EPS 预期明显下调	6
图表 9：10月，市场风险与地缘风险均快速上升	6
图表 10：美元指数、瑞士法郎双双升值	6
图表 11：原油、天然气价格相继出现大幅上行	7
图表 12：黄金价格在实际利率冲高过程中大幅走强	7
图表 13：10月上中旬，国内市场延续“股债双杀”	7
图表 14：近期，货币市场流动性边际收紧	7
图表 15：前三季度，广义财政收支的预算完成度均不高	7
图表 16：10月，大宗商品市场由强转弱	7
图表 17：10月24日，“万亿国债”落地	8
图表 18：10月下旬，市场情绪回暖、A股反弹	8
图表 19：南华综合指数也在10月中下旬企稳反弹	8
图表 20：9-10月，地方债发行明显加速	9
图表 21：10月，沥青开工率持续回升	9
图表 22：产成品库存已处低位，而实际利率仍居高位	9

图表 23:	10 月底, 银行间市场资金面明显偏紧.....	9
图表 24:	美联储新闻发布会上的态度相对“偏鸽”.....	9
图表 25:	四季度美国财政部各期限发债计划均有下修.....	9
图表 26:	10 月, 美国非农新增就业数据不及预期.....	10
图表 27:	10 月, 美国 PMI 不及预期, 经济边际转弱.....	10
图表 28:	10 月底, 股票、偏股型基金发行正在恢复.....	10
图表 29:	北上资金的外流正边际放缓.....	10
图表 30:	当前私募基金仓位处于较低的水平.....	10
图表 31:	11 月政府债券发行或仍有供给冲击.....	10
图表 32:	黄金非商业持仓头寸变动情况.....	11
图表 33:	央行购金或是下一阶段黄金关注重点之一.....	11
图表 34:	原油价格四季度供求关系或转向供过于求.....	11
图表 35:	历次巴勒斯坦地区冲突对油价的影响.....	11
图表 36:	10 月大类资产涨跌情况.....	12
图表 37:	本月, 发达国家股指全线下跌.....	12
图表 38:	本月, 新兴市场股指全线下跌.....	12
图表 39:	本月, 美股行业普遍下跌.....	13
图表 40:	本月, 欧元区行业多数下跌.....	13
图表 41:	本月, A 股市场全线下跌.....	13
图表 42:	本月, A 股行业多数下跌.....	13
图表 43:	本月, 恒生指数全线下跌.....	13
图表 44:	本月, 恒生行业普遍下跌.....	13
图表 45:	本月, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数上行.....	14
图表 46:	本月, 美英 10Y 收益率上行, 德下行.....	14
图表 47:	本月, 主要新兴国家 10Y 国债收益多数上行.....	14
图表 48:	本月, 土耳其、巴西 10Y 利率均上行.....	14
图表 49:	本月, 中国国债收益率多数上行.....	14
图表 50:	本月, 3 个月上行幅度超过 2 年期与 10 年期.....	14
图表 51:	本月美元指数上涨, 其他货币兑美元多数升值.....	15
图表 52:	本月, 英镑兑美元下跌, 欧元兑美元上涨.....	15
图表 53:	本月, 美元兑主要新兴市场多数下跌.....	15
图表 54:	土耳其里拉、雷亚尔和韩元升值.....	15
图表 55:	本月, 美元兑人民币升值.....	15
图表 56:	本月, 人民币兑美元贬值.....	15
图表 57:	本月, 大宗商品多数下跌, 原油价格跌幅较大.....	16
图表 58:	WTI 原油、布伦特原油价格大跌.....	16
图表 59:	本月, 焦煤价格下跌.....	16
图表 60:	本月, 铜、铝价格均下跌.....	17
图表 61:	本月, 通胀预期上升.....	17
图表 62:	本月, 黄金、白银价格均上涨.....	17
图表 63:	本月, 10Y 美债实际收益率上行.....	17

图表 64:	今年美国国债净发行规模较去年明显提高	17
图表 65:	2023 年美国财政赤字明显上涨	17
图表 66:	债券发行未必推高国债收益率	18
图表 67:	美债不同期限发行与净购买	18
图表 68:	今年美国家庭及非营利部门购债规模上升	18
图表 69:	对冲基金杠杆率已明显抬升	18
图表 70:	海外私人与官方投资者购买美债规模均下降	18
图表 71:	美元作为储备货币占比走低	18
图表 72:	四季度债券发行计划仍较高	19
图表 73:	企业最低税及回购税明年将提供额外	19
图表 74:	明年财政自主性支出预计将削减	19
图表 75:	2024 年美国财政赤字率、赤字金额或将下降	19
图表 76:	近期, 上证指数、创业板指均有调整	20
图表 77:	各期限国债收益率均有一定程度的上行	20
图表 78:	我国历史上典型的“类滞胀”阶段	20
图表 79:	近期, 货币市场流动性边际收紧	20
图表 80:	近 12 次“股债双杀”中股市调整情况	20
图表 81:	近 12 次“股债双杀”中债市调整情况	20
图表 82:	2010 年以来的几次降准与降息	21
图表 83:	2016 年, 两融利率下调后, 融资规模恢复	21
图表 84:	2022 年与 2023 年外资对中国经济的预期	21
图表 85:	2022 年以来, 公募偏股型基金发行持续低迷	21
图表 86:	历次流动性缓和后 A 股反弹的幅度与持续性	21
图表 87:	过去 5 年企业债券融资情况	21

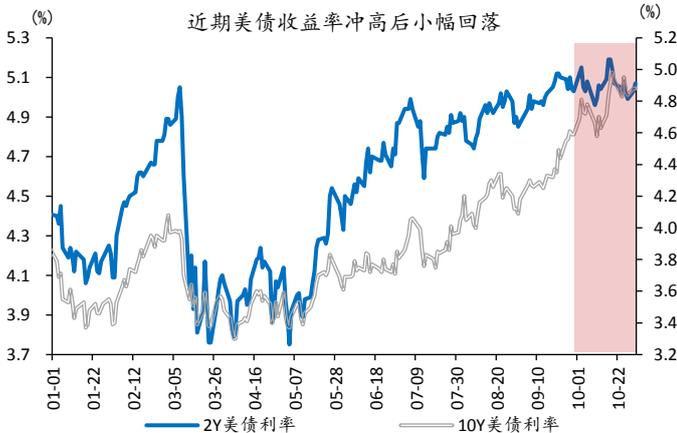
10月以来，市场长期的担忧与期待相继落地：海外美债发行低预期、美联储会议偏鸽；国内“万亿国债”刺激超预期落地。“靴子落地”之后，市场主线逻辑的切换？供参考。

## 一、热点思考：11月展望，“靴子落地”之后？

### 一、10月海外市场主线？美债利率冲高回落、季报行情开局黯淡

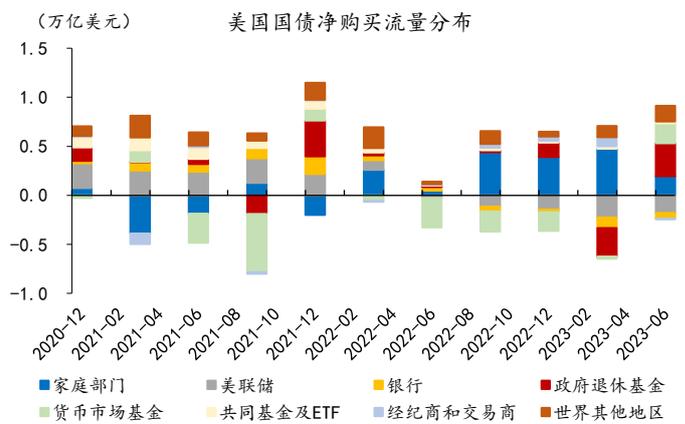
10月，10Y美债利率冲高至5.1%后小幅回落，延续了高位震荡的格局，对海外风险资产形成集体压制。10月23日，10年期美债收益率一度上行至5.1%、较9月31日大幅上行了43bp；随后美债小幅回落、但月底仍处于4.9%的相对高位。近期美债利率上行主要由三方面因素推升：第一，美债的供求压力是主要原因，供给侧财政收入下降、支出上涨，融资缺口扩大导致债券发行放量；需求侧承接能力及意愿也在下降。第二，基本面的持续韧性在数据发布前后的直接贡献约占两成、经济预期的调整也有影响。第三，部分投机行为也有扰动，美债非商业空头持仓一度升至1986年以来的99.3%的高位。

图表1：近期，美债收益率冲高后小幅回落



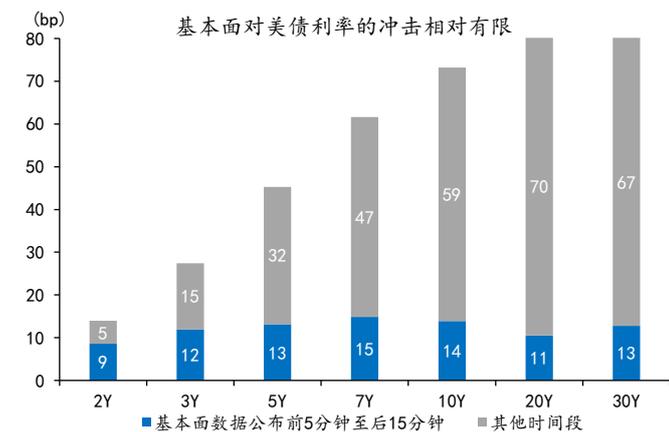
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：家庭和非营利部门购买美债规模明显上升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：基本面数据发布对美债利率的直接冲击约2成



来源：Fed，国金证券研究所

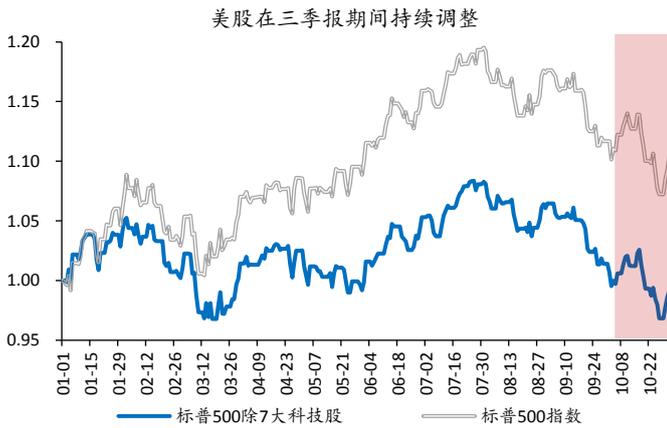
图表4：投机行为对美债利率也有一定影响



来源：Wind，国金证券研究所

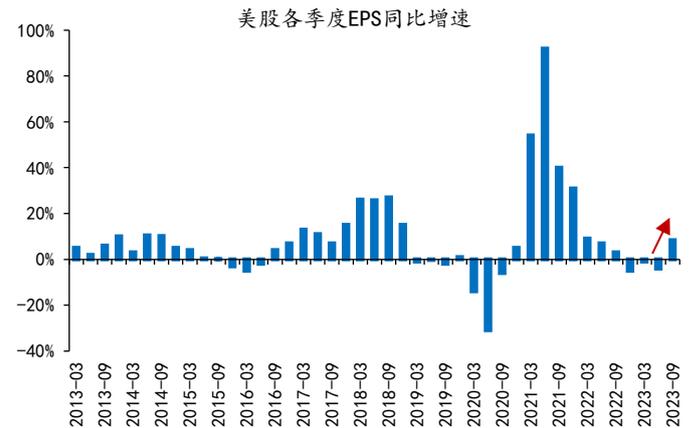
10月下旬，分母端压力缓和后，美股仍在回调，季报引发市场对远期盈利的担忧或是主因。10月17日-10月31日，美债利率仅小幅上行5bp，但标普500指数大跌了4.1%、分子端冲击或是主因。10月下旬恰逢美股季报发布期，季报中已公布业绩的275家上市公司整体盈利较去年增长了8.4%，除能源业外、其他行业的盈利均超预期。但从市场反应来看，即便是盈利、营收均超预期的上市公司也平均下跌了0.8%，盈利、营收均低预期的更是大幅调整了9.6%。季报表现与市场反应大幅背离的背后，远期指引的下调或是重要的影响因素；10月以来，市场对四季度盈利预期大幅下调了2.4%。

图表5: 10月下旬, 标普500指数仍在延续调整



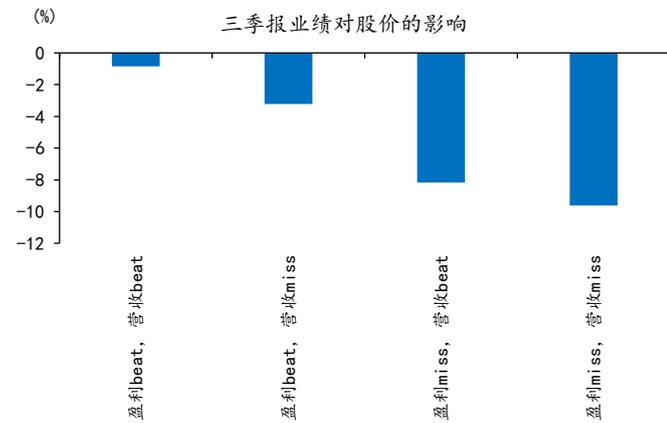
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 当前已发布业绩的275家上市公司EPS小幅增长



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表7: 市场对不同三季报表现上市公司的平均反应



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

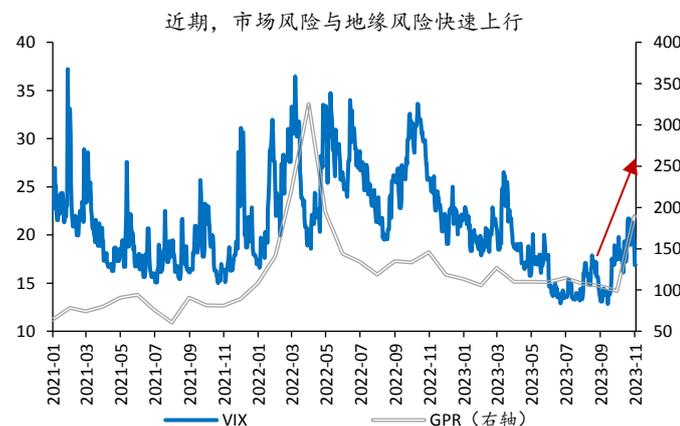
图表8: 标普500指数2023年四季度EPS预期明显下调



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

此外, 巴以冲突的外生冲击也是近期市场焦点之一; 避险情绪与供给担忧对汇率、黄金、原油等品类产生显著影响。巴以冲突爆发后, VIX 指数一度在 10 月 20 日飙升至 21.7 的高位, 地缘政治风险指数也升至 190、创 2022 年 4 月以来新高。从市场反应来看, 一方面, 避险情绪明显升温, 10 月美元指数、瑞士法郎、黄金分别上涨了 0.5%、1.3%、7.4%; 另一方面, 中东局势也引发了对能源安全的担忧, 原油、天然气价格也相继出现了大幅上行, 担忧情绪的缓和后、二者均快速回落。

图表9: 10月, 市场风险与地缘风险均快速上升



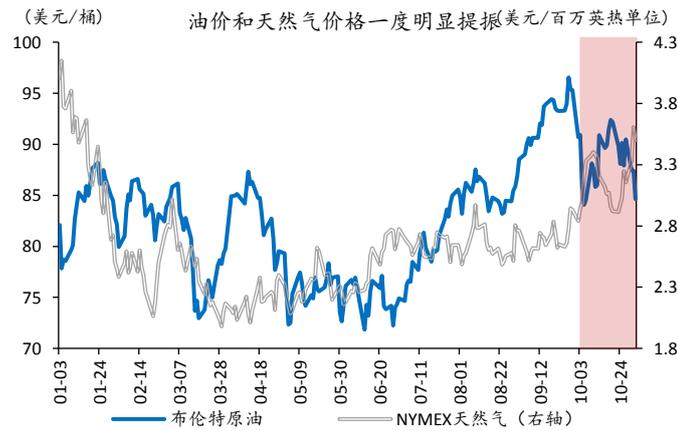
来源: EPU, GPR, 国金证券研究所

图表10: 美元指数、瑞士法郎双双升值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 原油、天然气价格相继出现大幅上行



图表12: 黄金价格在实际利率冲高过程中大幅走强



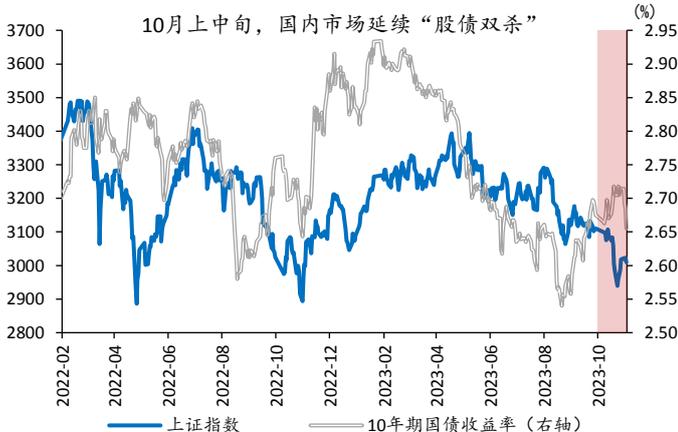
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

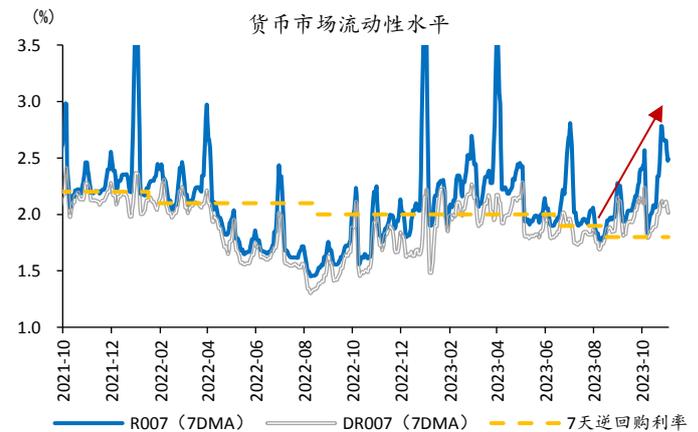
## 二、10月国内市场焦点? 流动性未现明显缓和, 万亿国债增强市场信心

10月上中旬, 流动性影响、叠加“财政”力度不足, 国内市场延续“股债双杀”, 商品市场也边际转弱。债市方面, 10月以来, 地方债发行明显加速, 国债供给放量; 同时, 流动性环境趋紧, DR007、R007均显著上行。股市方面, 市场流动性也在逐步走低: 公募基金发行持续低迷、险资私募持仓延续低位、北上资金不断外流; A股市场月均成交额由4月的21.7万亿走低至10月的12.1万亿, 换手率也由23.3回落至15.3。

图表13: 10月上中旬, 国内市场延续“股债双杀”



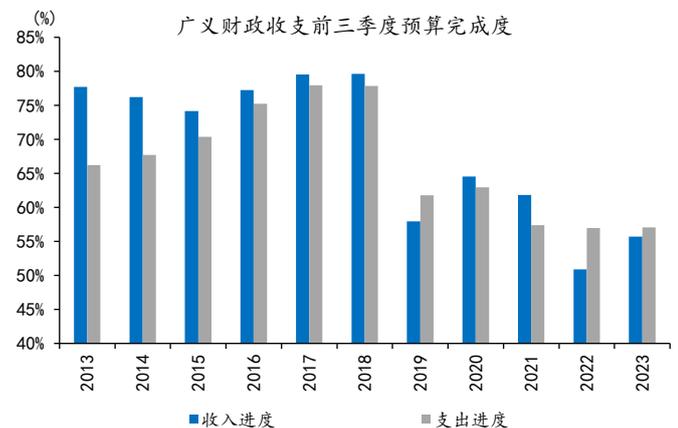
图表14: 近期, 货币市场流动性边际收紧



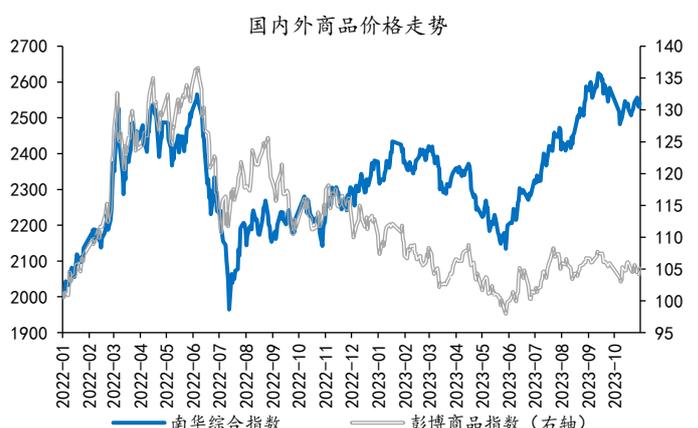
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 前三季度, 广义财政收支的预算完成度均不高



图表16: 10月, 大宗商品市场由强转弱



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

“万亿国债增发”成为市场重要转折点，A股应声反弹，南华综合指数也企稳回升。10月24日，中央调整赤字预算、增发国债，释放的稳增长、稳信心信号强烈。历史经验显示，2023年之前，中央年中调整预算频率较低、历史仅有5次，涉及赤字调整的3次发生在1998-2000年8月下旬，分别增发1000、600、500亿元国债用于水利、交通等基础设施建设。此次中央再度年中加码、增发一万亿元国债，使得赤字率抬升至3.8%左右，除了有效补充地方建设资金外，亦进一步释放政策积极信号。10月24日-10月31日，A股情绪指数由低位的16.9反弹至28.5，上证指数、南华综合指数分别上涨2.7%、1.1%

图表17: 10月24日, “万亿国债”落地

会议	日期	类型	主要内容
十四届全国人大常委会第六次会议	2023年10月24日	-	会议表决通过了全国人大常委会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议、十四届全国人大常委会关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定。
国务院政策例行吹风会	2023年10月25日	资金规模	结合灾后恢复重建和防灾减灾救灾工作需要，并统筹财政承受能力，决定在今年四季度增加发行2023年国债1万亿元，作为特别国债管理。按此测算，2023年全国财政赤字由3.88万亿元增加到4.88万亿元，中央财政赤字由3.16万亿元增加到4.16万亿元，预计财政赤字率由3%提高到3.8%左右。
		资金投向	第一，用于灾后恢复重建。第二，是以海河、松花江流域等北方地区为重点的骨干防洪治理工程。第三，是自然灾害应急能力提升工程。第四，是其他重点防洪工程。第五，是灌区建设改造和重点水土流失治理工程。第六，是城市排水防涝能力提升行动。第七，是重点自然灾害综合防治体系建设工程。第八，是用于东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。
		使用安排	一是中央承担还本付息。此次增发的1万亿国债全部通过转移支付方式安排给地方使用。二是今明两年安排使用。增发的国债资金初步考虑在2023年安排使用5000亿元，结转2024年使用5000亿元。三是适当提高补助标准。四是单设转移支付项目。
		资金监管	一是纳入直达资金机制。二是开展常态化资金监管。三是压实地方监管责任。
		项目要求	一是符合规划或实施方案，此次国债优先支持“十四五”规划，国务院以及国务院有关部门批复的重点专项规划和区域规划，以及地方重点规划中明确的项目。二是满足投向领域要求。三是前期工作比较成熟。
		项目实施	一是抓紧建立工作机制。二是组织做好项目筛选。三是加快推进项目实施。四是着力抓好监督管理。

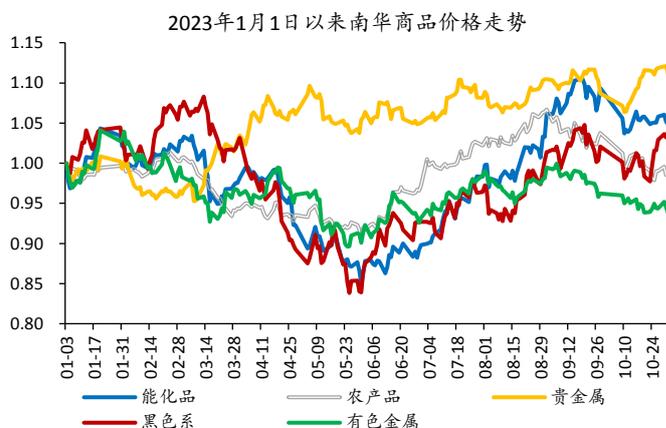
来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 10月下旬, 市场情绪回暖、A股反弹



来源: Wind, 国金证券研究所

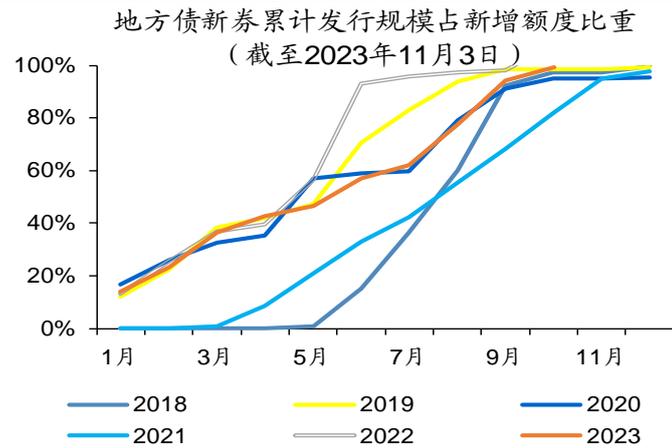
图表19: 南华综合指数也在10月中下旬企稳反弹



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

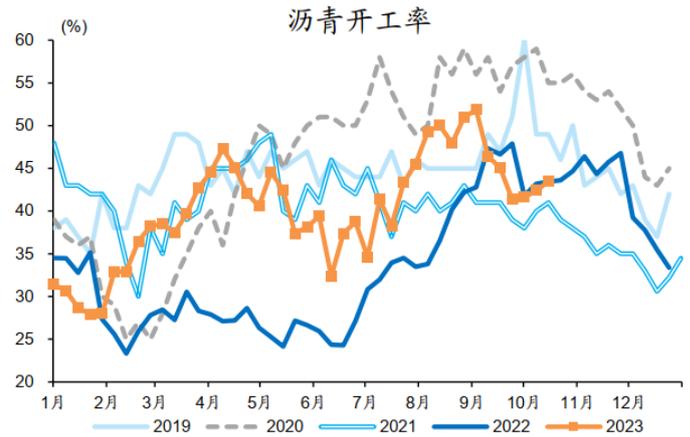
而政府债集中供给压力加大，叠加经济预期改善与资金面承压，债市的波动仍在延续。10月债市收益率延续震荡上行、10年期国债收益率全月小幅上行1.9bp。债市的调整压力主要源自三方面：第一，政府债供给压力的增加，10月地方债发行明显加速，而“万亿国债”的落地页引发了市场对供给的进一步担忧；第二，基本面的预期持续改善，当下库存处于绝对低位，叠加实际利率下行，经济企稳向上信号已愈加明确；而10月以来，沥青开工率的持续回升，也显示稳增长再度加力；第三，银行间市场的资金面在月底明显偏紧，R001一度在10月31日上行至3.2%。

图表20: 9-10月, 地方债发行明显加速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 10月, 沥青开工率持续回升



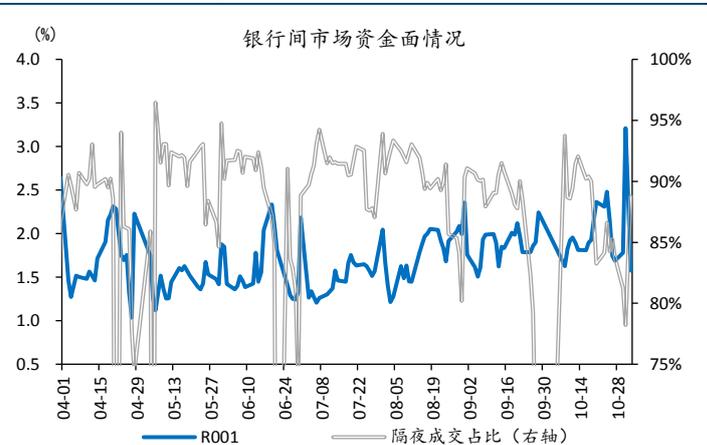
来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 产成品库存已处低位, 而实际利率仍居高位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 10月底, 银行间市场资金面明显偏紧

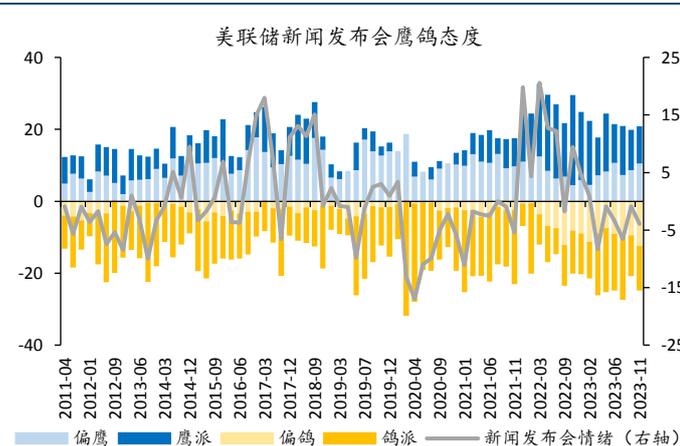


来源: Wind, 国金证券研究所

### 三、11月市场如何演绎? 海外关注基本面压力, 国内聚焦资金行为变化

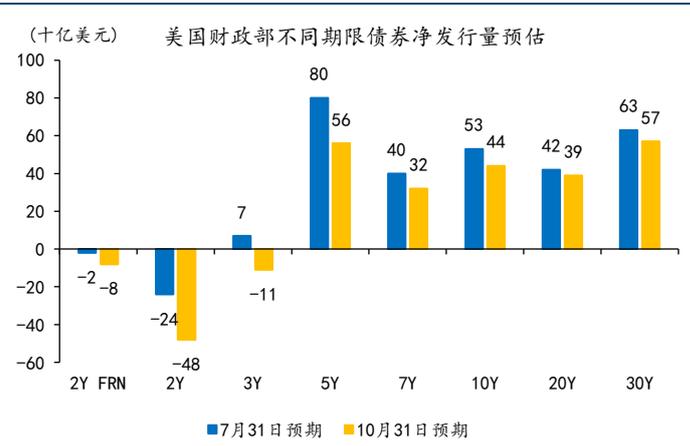
海外, 随着美债发行计划公布、美联储议息会议“靴子落地”, 美债的定价逻辑或继续向基本面切换, 美股分子端的影响也在抬升。11月初, 美联储议息会议与财政部再融资会议相继召开, 其中美联储继续暂停加息、鲍威尔在新闻发布会上发言相对偏鸽; 再融资会议也更加谨慎, 财政部预计四季度净发债规模降至 7760 亿美元、较 7 月预期值下降 760 亿美元。“靴子落地”后, 美债供求冲击或暂时缓和, 市场转向对基本面的关注: 10月制造业 PMI 及非农均不及预期, 数据公布后, 10Y 美债收益率分别下行 1.5BP 和 3.3BP, 均高于再融资会议后的下行幅度。美股方面, 关注重心或也将向经济下行压力倾斜。

图表24: 美联储新闻发布会上的态度相对“偏鸽”



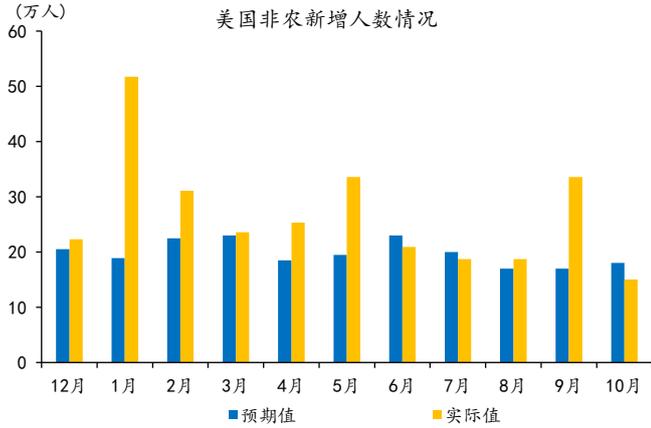
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表25: 四季度美国财政部各期限发债计划均有下修



来源: USDT, 国金证券研究所

图表26: 10月, 美国非农新增就业数据不及预期



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

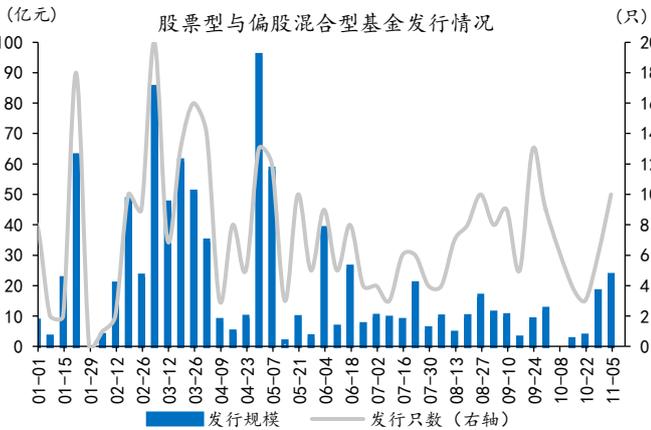
图表27: 10月, 美国PMI不及预期, 经济边际转弱



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

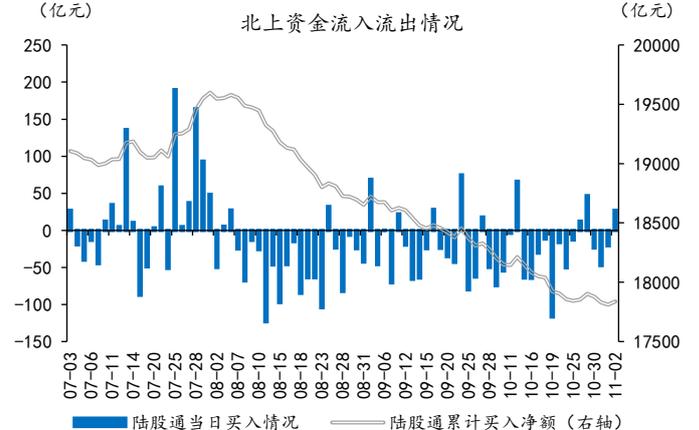
国内市场的焦点或将转向资金面的边际变化; 股市关注资金风险偏好的变化, 债市关注央行流动性投放的对冲力度。股市方面, 随着经济企稳、政策发力下市场信心的回暖, 长线资金或有望增持。近2周, 股票型、偏股混合型公募基金合计发行16只、募资42亿, 北上资金累计流入1.1亿, 内外资的资金行为均有所缓和。根据华润信托统计, 私募仓位仅58.7%, 处2018年以来14.7%的低分位; 后续私募、险资仓位提升也值得关注。债市方面, 新增国债叠加再融资券、政府债券剩余额度等, 年内政府债券待发规模或超3万亿; 供给压力之下, 关注MLF超量续作、降准等流动性投放的对冲。

图表28: 10月底, 股票、偏股型基金发行正在恢复



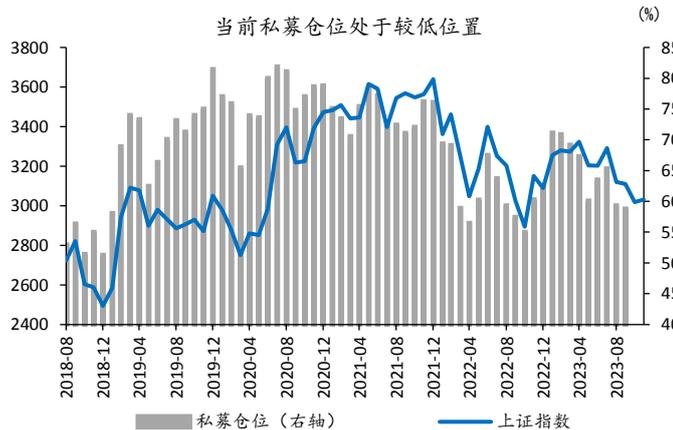
来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 北上资金的外流正边际放缓



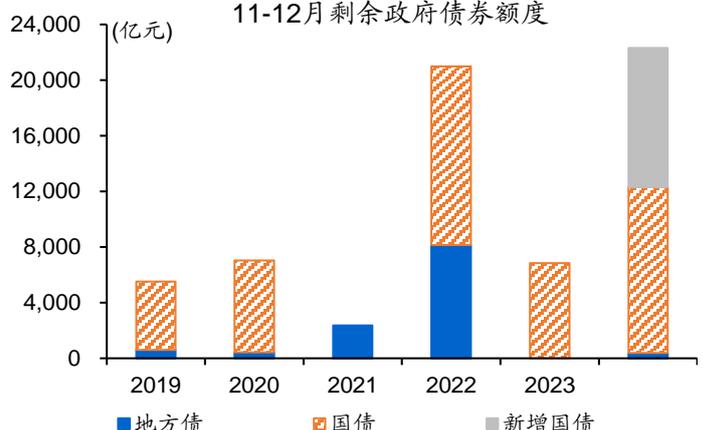
来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 当前私募基金仓位处于较低的水平



来源: 华润信托, 国金证券研究所

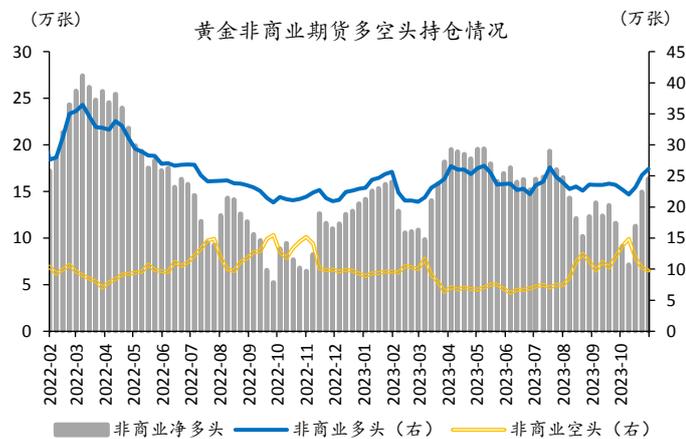
图表31: 11-12月政府债券发行或仍有供给冲击



来源: Wind, 国金证券研究所

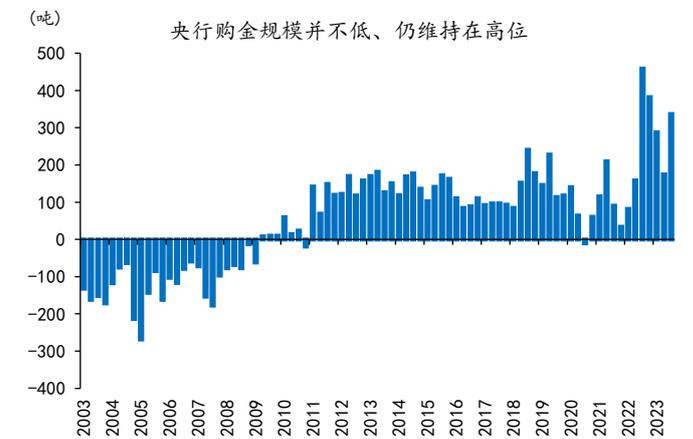
近期商品市场对“巴以冲突”已逐步“脱敏”，但后续冲突升级的风险仍需持续关注。10月下旬以来，“巴以冲突”对商品市场的影响正逐步弱化，黄金价格较高位回落约1.5%、已走低至1989美元/盎司，原油价格则较高点大跌8.1%、供给担忧已基本缓和。向后看，如“巴以冲突”未进一步升温，黄金、原油或均将回归基本面。黄金方面，实际利率的高位回落与央行购金规模的恢复，或会对金价有所支撑；原油方面，四季度供求关系或转向“供过于求”，油价面临一定下行压力，但需关注“巴以冲突”升级的潜在影响。

图表32：黄金非商业持仓头寸变动情况



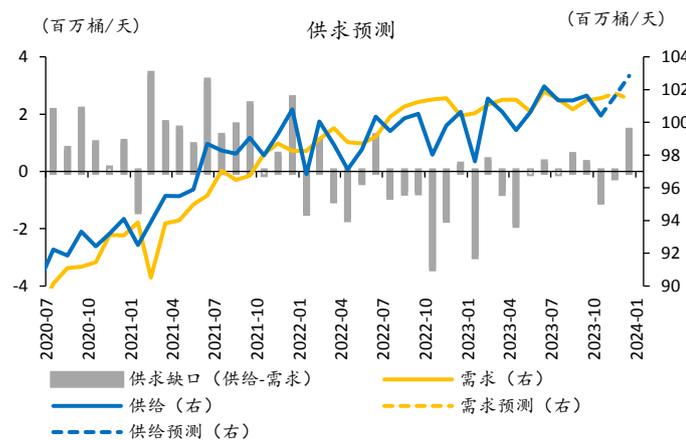
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表33：央行购金或是下一阶段黄金关注重点之一



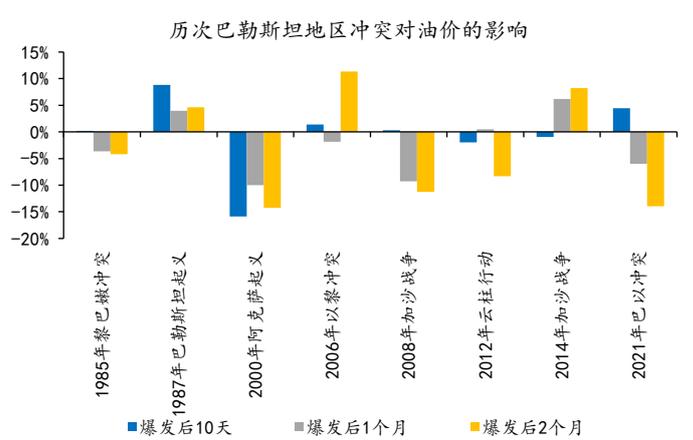
来源：世界黄金协会，国金证券研究所

图表34：原油价格四季度供求关系或转向供过于求



来源：EIA, Bloomberg，国金证券研究所

图表35：历次巴勒斯坦地区冲突对油价的影响



来源：Bloomberg, Wind，国金证券研究所

经过研究，我们发现：

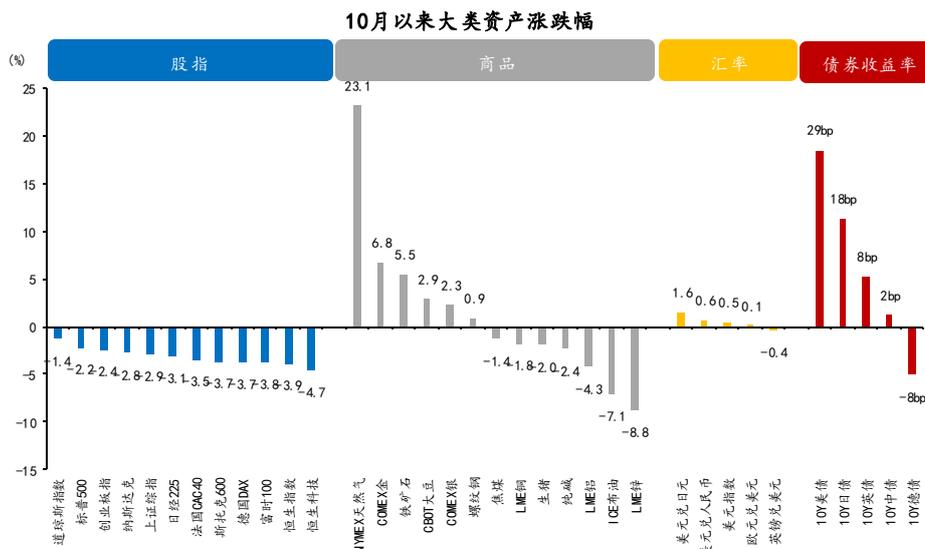
- 1) 10月上中旬，美债利率冲高，对海外风险资产形成集体压制。近期美债利率由三方面推升：第一，美债供求压力，融资缺口扩大导致发行放量，需求侧承接能力及意愿也在下降；第二，基本面持续韧性；第三，投机行为扰动，美债非商业空头持仓一度升至99%的历史高位。10月下旬，分母端压力缓和后，美股仍在回调，三季度报引发市场对远期盈利的担忧或是主因。
- 2) 10月上中旬，流动性影响下，国内市场延续“股债双杀”；上证指数下跌5.5%，10Y国债上行4.3bp。“万亿国债增发”成为市场重要转折点，A股应声反弹，南华指数企稳回升；供给压力加剧后，债市延续波动。
- 3) 海外，随着美债发行计划公布、美联储议息会议“靴子落地”，美债定价逻辑或向基本面切换，美股分子端的影响也在抬升。近期，美联储暂停加息、态度相对偏鸽；再融资会议也更加谨慎，四季度净发债较7月预期值下降760亿美元。“靴子落地”后，市场转向对PMI、非农等基本面数据的关注；美股方面，关注重心或也向经济下行压力倾斜。
- 4) 国内，随着万亿国债“靴子落地”，市场焦点或将转向资金面的边际变化；股市关注资金风险偏好的变化，债市关注流动性投放的对冲。股市，近2周偏股型公募合计募资42亿，北上资金累计流入1.1亿；内外资的资金行为近期都有所缓和，未来演绎仍需跟踪。债市，年内政府债待发规模或超3万亿；供给压力之下，关注降准等流动性投放。

## 二、大类资产高频跟踪（2023/10/01-2023/10/31）

### （一）月度回顾：全球股市全线下跌，原油价格大幅下跌

全球股市全线下跌，10年期国债利率多数上行，美元走强态势减弱，商品多数下跌。1) 股票市场: 发达国家、新兴市场股指全线下跌，澳大利亚普通股指数领跌；A股各类宽基指数均下行，创业板指、上证指数和万得全A分别下跌1.78%、2.95%和2.16%；香港市场全线下行，恒生指数下跌3.91%。2) 债券市场: 发达国家10年期国债收益率多数上行。3) 汇率市场: 美元指数上涨0.50%，英镑兑美元贬值0.43%，欧元兑美元升值0.06%，在岸、离岸人民币兑美元分别贬值0.25%、0.64%至7.3168、7.3426。4) 商品市场: 大宗商品价格多数下跌，原油、有色、农产品下跌，贵金属上涨，黑色涨跌分化。

图表36：10月大类资产涨跌情况

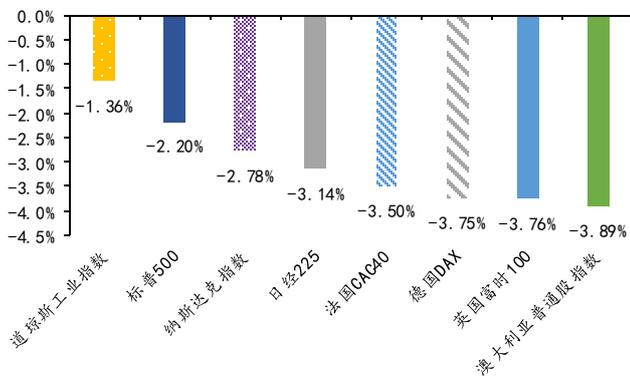


来源: Wind, 国金证券研究所

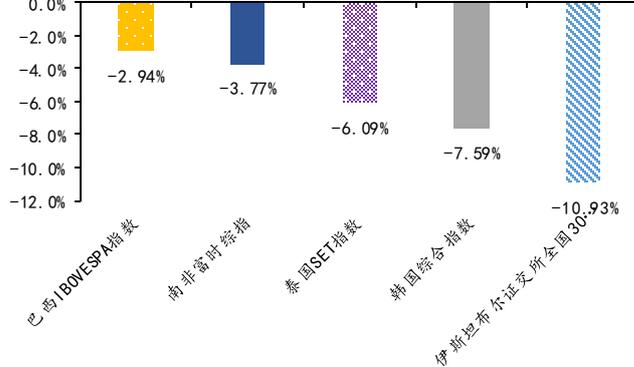
### （二）股票市场追踪：发达国家、新兴市场股指全线下跌

发达国家股指全线下跌，新兴市场股指全线下跌。发达国家中，澳大利亚普通股指数、英国富时100和德国DAX领跌，分别下跌3.89%、3.76%和3.75%。新兴市场中，伊斯坦布尔证交所全国30指数、韩国综合指数和泰国SET指数领跌，分别下跌10.93%、7.59%和6.09%。

图表37：本月，发达国家股指全线下跌



图表38：本月，新兴市场股指全线下跌

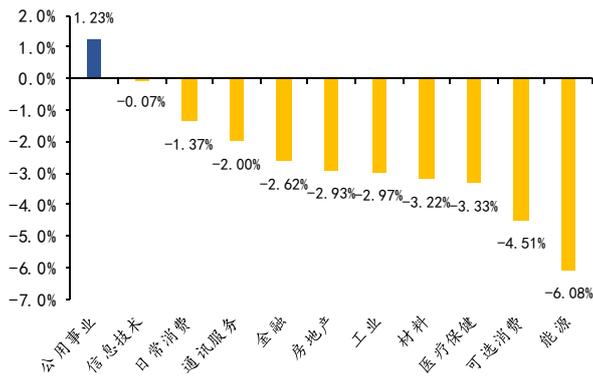


来源: Wind, 国金证券研究所

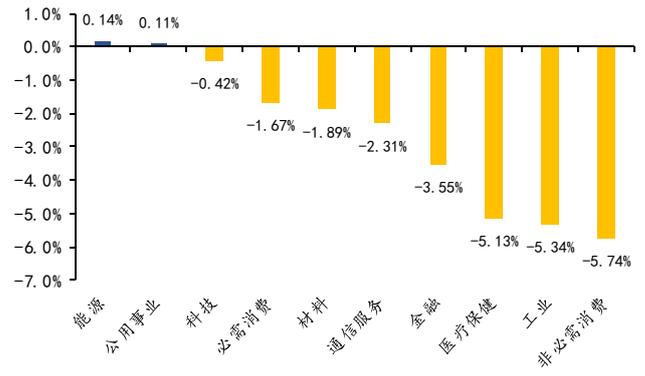
来源: Wind, 国金证券研究所

从美国标普500的行业来看，本月美股行业普遍下跌，仅有公用事业上涨1.23%。其中能源、可选消费、医疗保健、材料和工业领跌，分别下跌6.08%、4.51%、3.33%、3.22%和2.97%。从欧元区行业板块来看，本月欧元区行业多数下跌。其中非必需消费、工业、医疗保健、金融和通信服务领跌，分别下跌5.74%、5.34%、5.13%、3.55%和2.31%。

图表39：本月，美股行业普遍下跌



图表40：本月，欧元区行业多数下跌

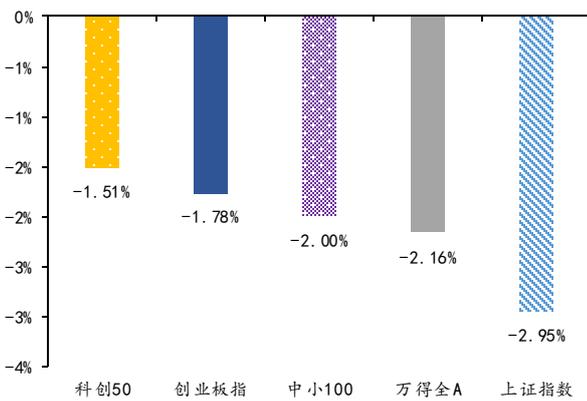


来源：Wind，国金证券研究所

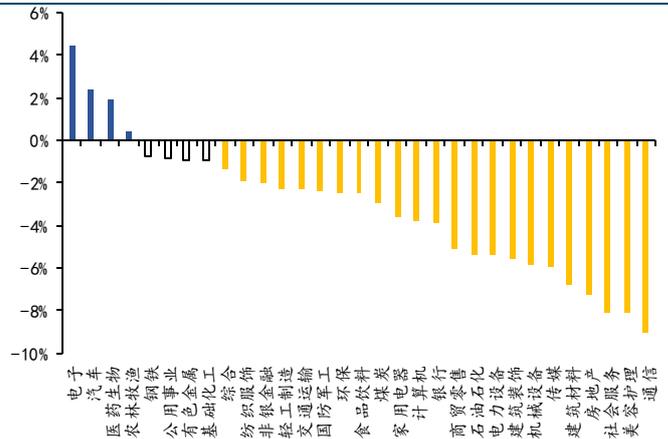
来源：Wind，国金证券研究所

本月，A股各类宽基指数全线下跌。上证指数、万得全A、中小100、创业板指和科创50和分别下跌 2.95%、2.16%、2.00%、1.78%和 1.51%。行业方面多数下跌。其中通信、美容护理、社会服务、房地产和建筑材料领跌，分别下跌 9.09%、8.16%、8.12%、7.27%和 6.78%。

图表41：本月，A股市场全线下跌



图表42：本月，A股行业多数下跌

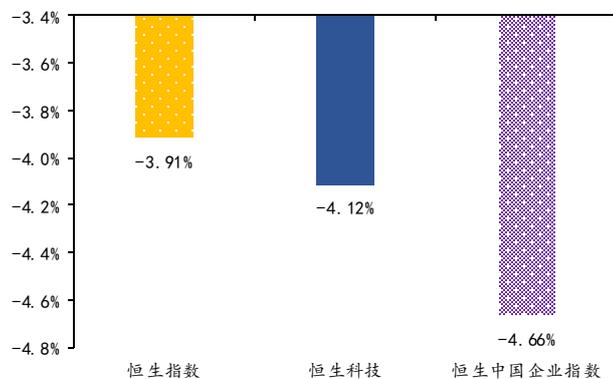


来源：Wind，国金证券研究所

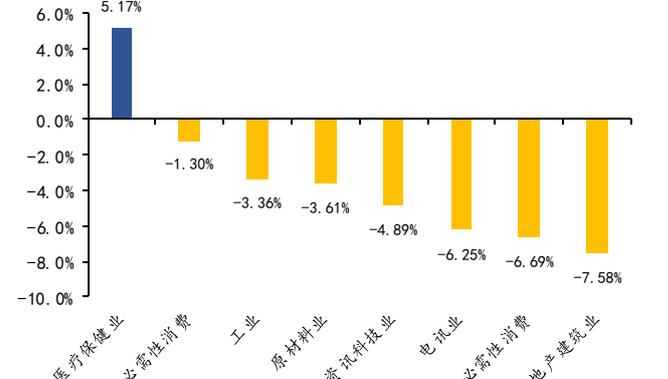
来源：Wind，国金证券研究所

香港市场全线下跌，恒生中国企业指数、恒生科技和恒生指数分别下跌 4.66%、4.12%和 3.91%。行业方面，恒生行业普遍下跌，其中地产建筑业、非必需性消费、电讯业、资讯科技业和原材料业领跌，分别下跌 7.58%、6.69%、6.25%、4.89%和 3.61%。

图表43：本月，恒生指数全线下跌



图表44：本月，恒生行业普遍下跌



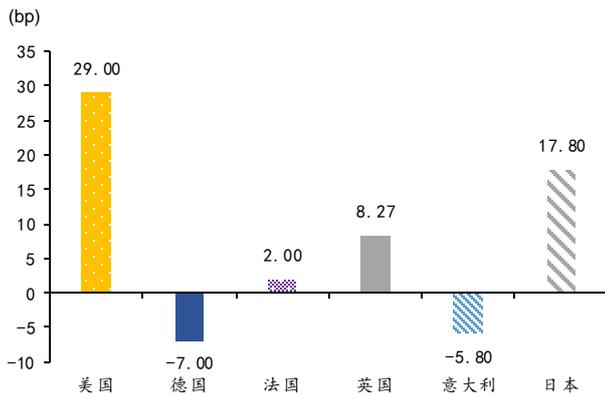
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

（三）债券市场追踪：发达国家10年期国债收益率多数上行

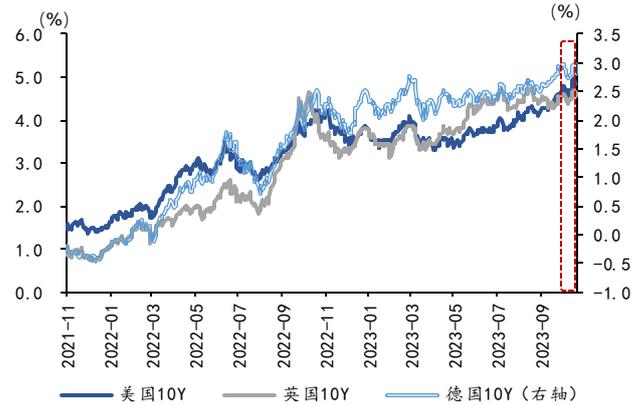
发达国家10年期国债收益率多数上行。美国10Y国债收益率上行29.00bp至4.88%，德国10Y国债收益率下行7.00bp至2.80%，意大利10Y国债收益率下行5.80bp至4.73%；法国、日本和英国10Y国债收益率分别上行2.00bp、17.80bp和8.27bp。

图表45: 本月, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数上行



来源: Wind, 国金证券研究所

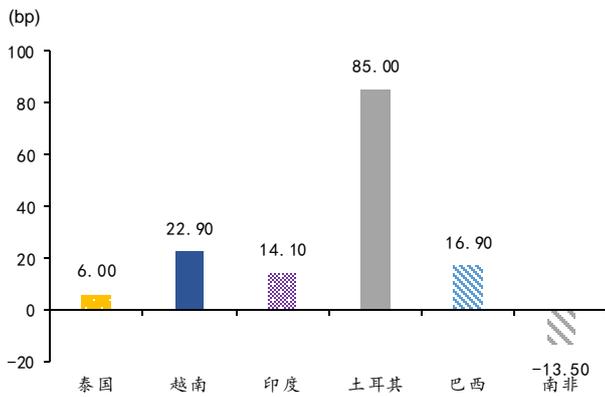
图表46: 本月, 美英 10Y 收益率上行, 德下行



来源: Wind, 国金证券研究所

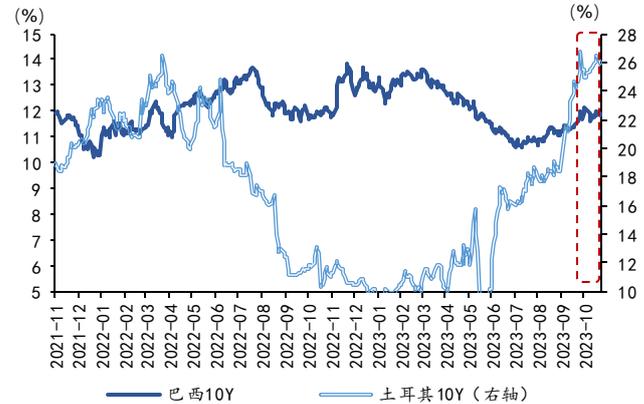
新兴市场 10 年期国债收益率全线上行。土耳其 10Y 国债收益率上行 85.00bp 至 26.37%，泰国 10Y 国债收益率上行 6.00bp 至 3.23%；巴西、越南和印度 10Y 国债收益率分别上行 16.90bp、22.90bp 和 14.10bp；仅有南非 10Y 国债收益率下行 13.50bp 至 10.68%。

图表47: 本月, 主要新兴国家 10Y 国债收益多数上行



来源: Wind, 国金证券研究所

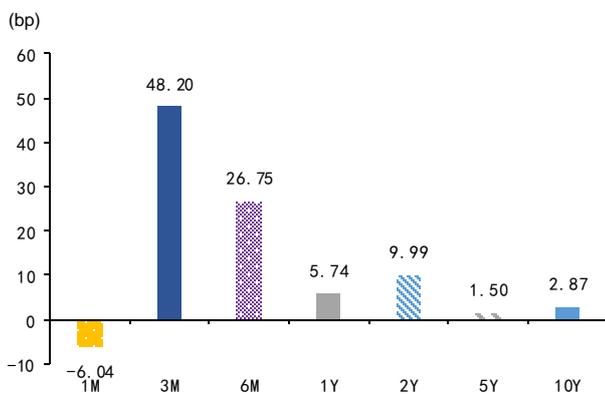
图表48: 本月, 土耳其、巴西 10Y 利率均上行



来源: Wind, 国金证券研究所

本月, 中国国债收益率多数上行, 仅有 1M 下行 6.04 至 1.70%。3 个月期国债收益率上行 48.20bp 至 2.29%, 6 个月期国债收益率上行 26.75bp 至 2.36%；1 年、2 年、5 年、10 年期国债收益率分别上行 5.74bp、9.99bp、1.50bp 和 2.87bp。

图表49: 本月, 中国国债收益率多数上行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 本月, 3 个月上行幅度超过 2 年期与 10 年期

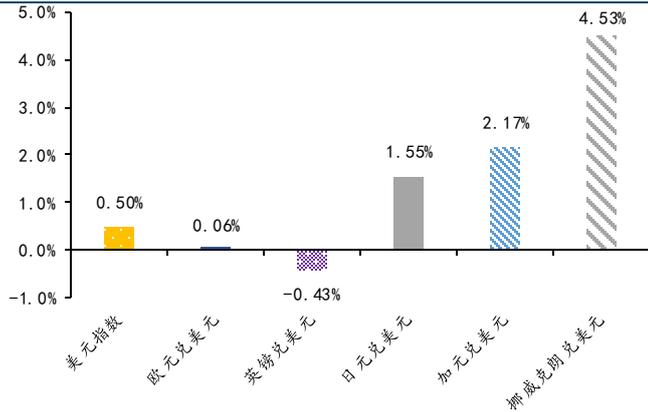


来源: Wind, 国金证券研究所

#### (四) 外汇市场追踪: 美元走强态势减弱, 人民币兑美元贬值

美元走强态势减弱, 本月上涨 0.50% 至 106.7227。日元、欧元、挪威克朗和加元兑美元分别升值 1.55%、0.06%、4.53% 和 2.17%；英镑兑美元贬值 0.43%。美元兑主要新兴市场全线下跌, 土耳其里拉、印尼卢比、菲律宾比索、雷亚尔和韩元兑美元分别贬值 3.29%、2.76%、0.28%、0.11% 和 0.02%。

图表51: 本月美元指数上涨, 其他货币兑美元多数升值



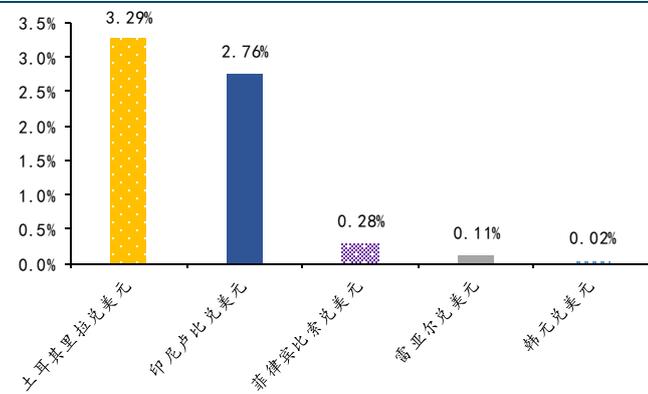
来源: Wind, 国金证券研究所

图表52: 本月, 英镑兑美元下跌, 欧元兑美元上涨



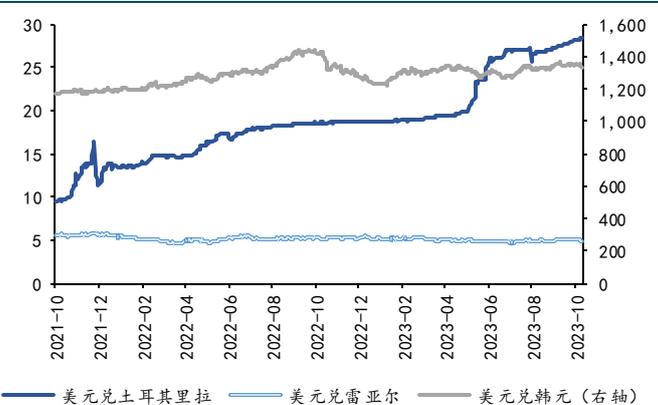
来源: Wind, 国金证券研究所

图表53: 本月, 美元兑主要新兴市场多数下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

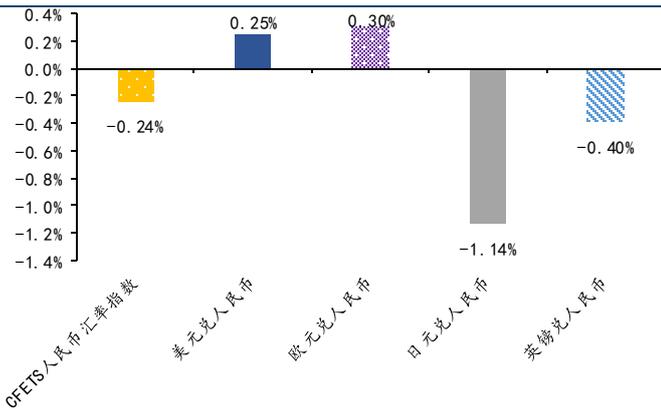
图表54: 土耳其里拉、雷亚尔和韩元升值



来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元贬值 0.25%，兑欧元贬值 0.30%，兑英镑和日元分别升值 0.40% 和 1.14%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 0.25% 至 7.3168，美元兑离岸人民币汇率上行 0.64% 至 7.3426。

图表55: 本月, 美元兑人民币升值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 本月, 人民币兑美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

### (五) 大宗商品市场追踪: 大宗商品价格多数下跌, 黄金价格明显上涨

原油、有色、农产品下跌, 贵金属上涨, 黑色涨跌分化。其中, 仅有 COMEX 黄金、铁矿石、螺纹钢和 COMEX 银上涨, 分别上涨 7.40%、4.58%、2.71% 和 2.64%; 生猪、棉花和 WTI 原油领跌, 跌幅分别为 14.43%、11.62% 和 10.76%。原油价格跌幅较大, 贵金属价格保持上涨。

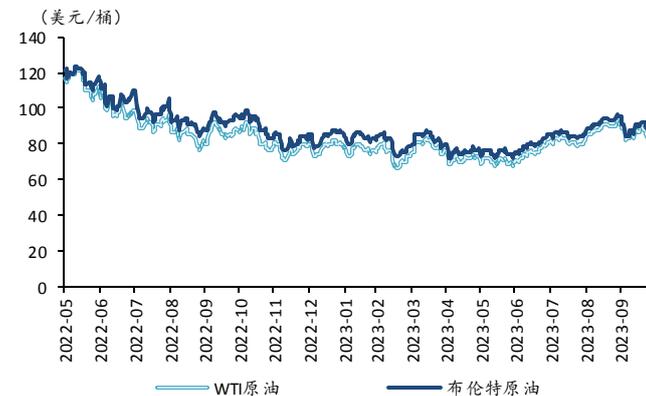
图表57: 本月, 大宗商品多数下跌, 原油价格跌幅较大

类别	品种	2023年10月	2023年9月	2023年8月	2023年7月	2023年6月
原油	WTI 原油	-10.76%	8.56%	2.24%	15.80%	3.75%
	布伦特原油	-8.29%	9.73%	1.52%	14.23%	3.08%
贵金属	COMEX 黄金	7.40%	-4.71%	-1.38%	2.92%	-2.70%
	COMEX 银	2.64%	-8.72%	-1.11%	8.77%	-3.50%
有色	LME 铜	-2.00%	-1.18%	-3.34%	5.63%	2.00%
	LME 铝	-4.02%	6.22%	-1.65%	4.62%	-3.60%
	LME 镍	-3.83%	-7.63%	-7.19%	8.28%	-1.34%
	LME 锌	-8.00%	9.26%	-4.47%	6.95%	5.56%
黑色	玻璃	-2.08%	-1.64%	9.14%	1.29%	3.75%
	焦煤	-0.51%	13.09%	18.58%	-18.44%	30.83%
	沥青	-2.83%	2.89%	-0.34%	1.58%	1.58%
	铁矿石	4.58%	-0.27%	1.92%	4.05%	10.81%
	螺纹钢	2.71%	0.19%	-3.56%	0.86%	16.12%
农产品	生猪	-14.43%	2.10%	-5.34%	26.82%	-11.06%
	棉花	-11.62%	-0.39%	3.33%	5.24%	7.08%
	豆粕	-8.51%	-11.30%	12.40%	14.40%	13.06%
	豆油	-2.87%	-4.86%	9.03%	2.75%	13.40%

来源: Wind, 国金证券研究所

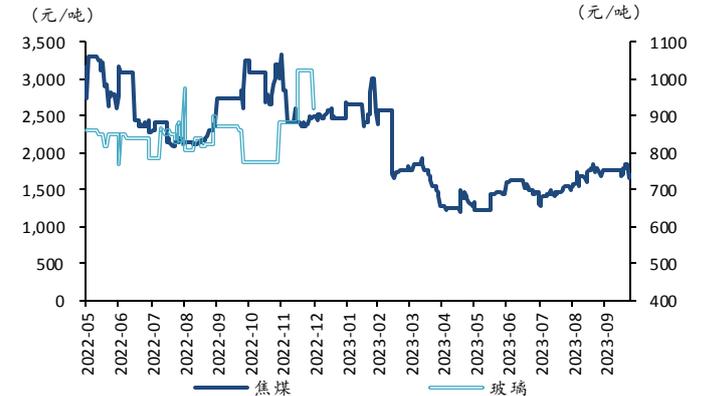
原油价格大幅下跌, 黑色价格涨跌分化。WTI 原油价格下跌 10.76%至 81.02 美元/桶, 布伦特原油价格下跌 8.29%至 87.41 美元/桶。焦煤价格下跌 0.51%至 1741 元/吨, 沥青下跌 2.83%至 3846 元/吨; 铁矿石和螺纹钢价格分别上涨 4.58%至 969.50 元/吨和 2.71%至 3713 元/吨。

图表58: WTI 原油、布伦特原油价格大跌



来源: Wind, 国金证券研究所

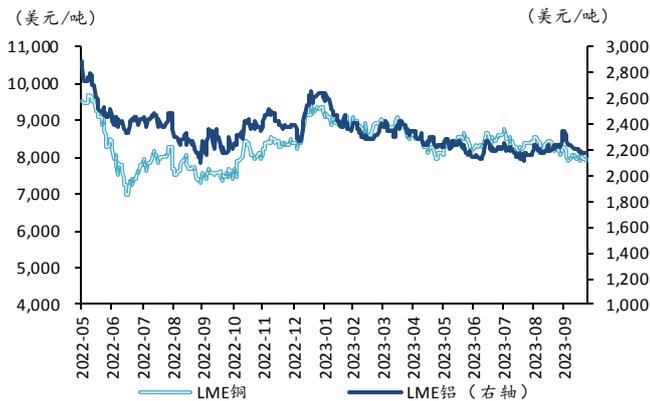
图表59: 本月, 焦煤价格下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

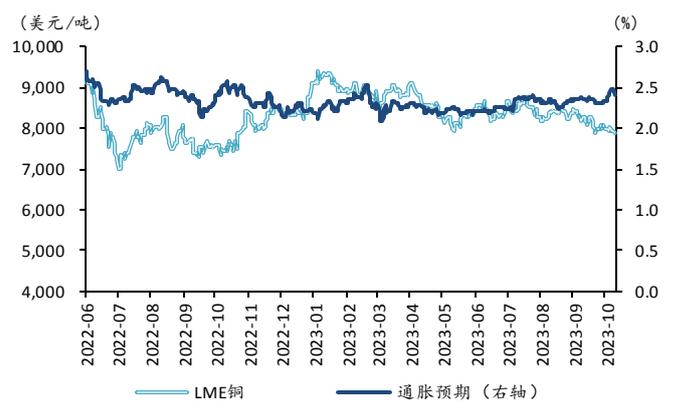
铜价格和铝价格下跌, 贵金属价格上涨。LME 铜下跌 2.00%至 8115 美元/吨, LME 铝下跌 4.02%至 2246 美元/吨。通胀预期从前值的 2.35%上升至 2.42%。COMEX 黄金上涨 7.40%至 1983.70 美元/盎司, COMEX 银上涨 2.64%至 22.93 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 2.24%升至 2.46%。

图表60: 本月, 铜、铝价格均下跌



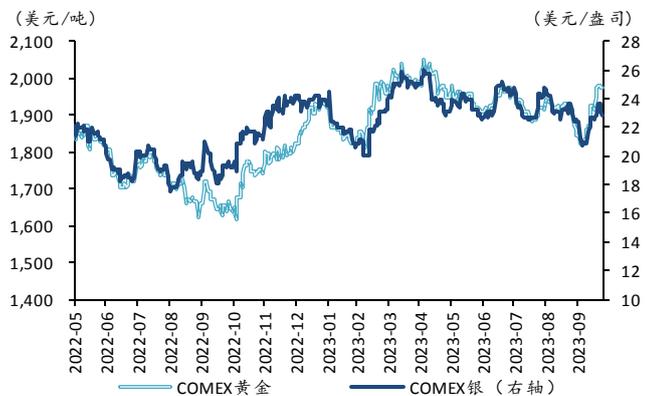
来源: Wind, 国金证券研究所

图表61: 本月, 通胀预期上升



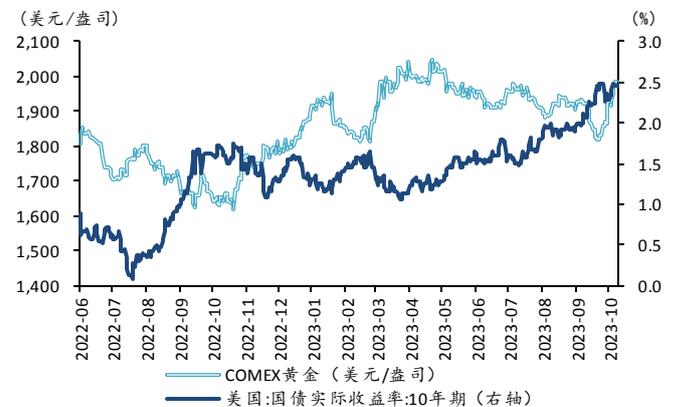
来源: Wind, 国金证券研究所

图表62: 本月, 黄金、白银价格均上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表63: 本月, 10Y美债实际收益率上行



来源: Wind, 国金证券研究所

### 三、报告精选

#### (一) 美债供求压力何时缓解?

今年美国国债发行规模显著上行, 期限以短期为主, 3 季度财政部再融资例会后, 中期国债发行量趋于上行。今年前 9 个月美债净发行 1.8 万亿美元, 国库券占比最高, 达 88%。6 月债务上限危机解除后, 美国国债发行提速。财政收入下降, 支出上涨, 融资缺口扩大是债券发行放量的主因。2023 财年, 美国财政赤字达 1.7 万亿美元, 财政收入下降 9% 至 4.4 万亿美元; 财政支出方面, 2023 财年总支出下滑 2% 至 6.1 万亿, 但其中, 利息支出上涨 23% 达 8790 亿美元。但以往的债券高发未必推高收益率, 一方面受债券发行的期限结构影响, 另一方面受需求侧影响。

图表64: 今年美国国债净发行规模较去年明显提高



来源: Wind, 国金证券研究所

图表65: 2023 年美国财政赤字明显上涨



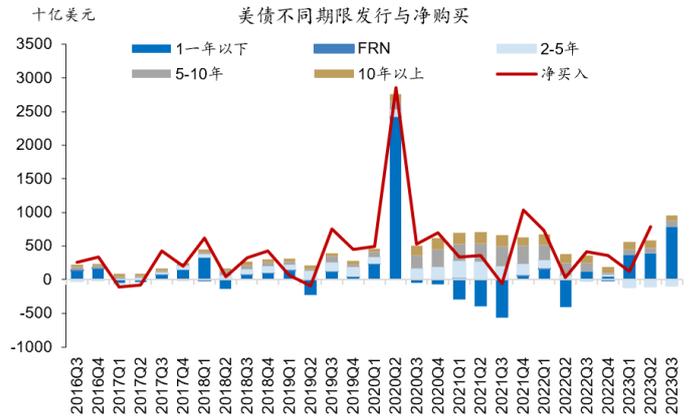
来源: Wind, 国金证券研究所

图表66: 债券发行未必推高国债收益率



来源: Wind, 南华期货, 国金证券研究所

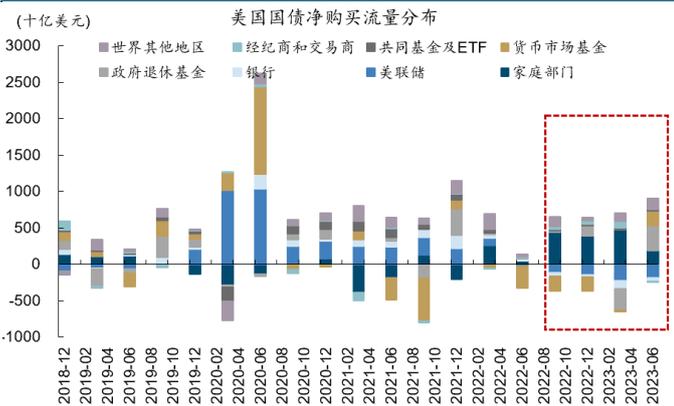
图表67: 美债不同期限发行与净购买



来源: Wind, 南华期货, 国金证券研究所

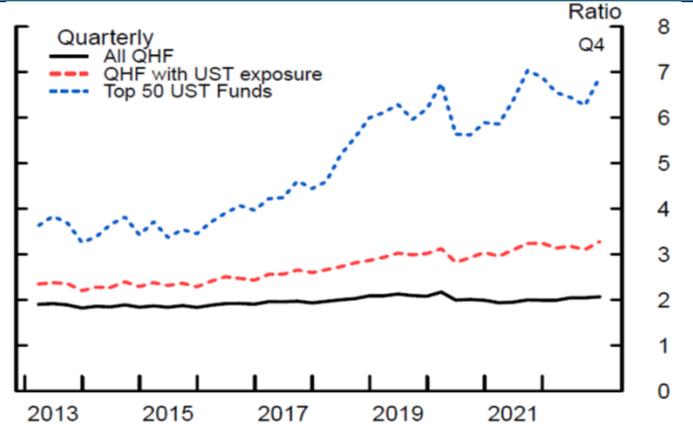
今年, 传统的美债需求方整体走弱, 但美国家庭和非营利部门购买美债规模明显上升, 主要反映了美国对冲基金的购债行为, 对冲基金购债受对冲成本及杠杆率的制约, 当前美债总敞口排名前 50 的基金杠杆已明显上升, 或将抑制后续的需求释放。海外整体减持美债, 其中官方机构减持规模较大, 私人机构上半年有所增持, 但近期已明显回落。官方机构净购买规模在 2015 年后持续缩减, 疫情后有所回升, 今年以来延续下降。海外私人机构主要包括各国养老金等, 日本寿险公司最为典型, 在美债期限结构倒挂和套汇成本居高不下, 日本私人投资机构的购债行为或同样受到制约。

图表68: 今年美国家庭及非营利部门购债规模上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表69: 对冲基金杠杆率已明显抬升



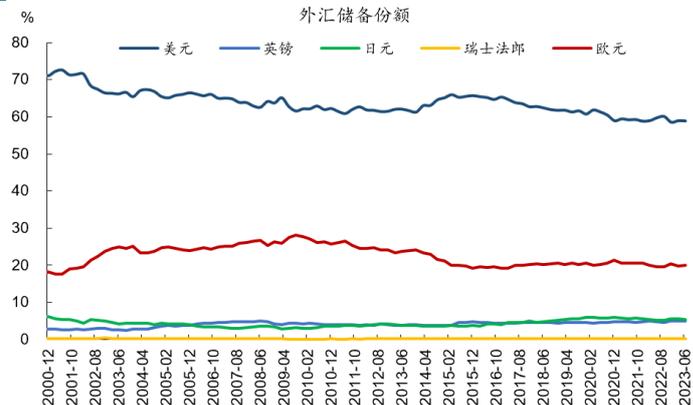
来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

图表70: 海外私人与官方投资者购买美债规模均下降



来源: Bloomberg, EIA, 国金证券研究所

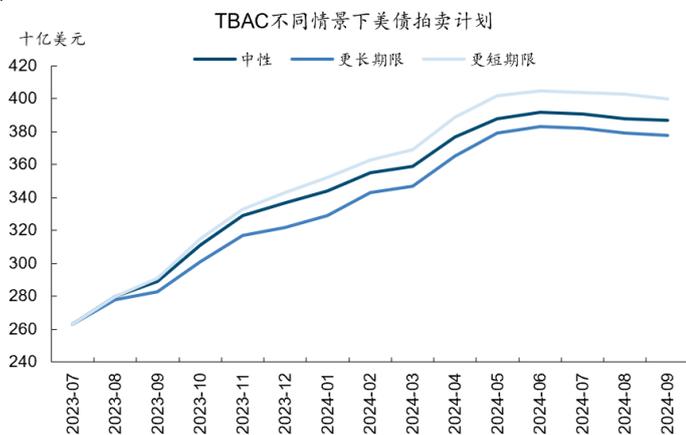
图表71: 美元作为储备货币占比走低



来源: Wind, 国金证券研究所

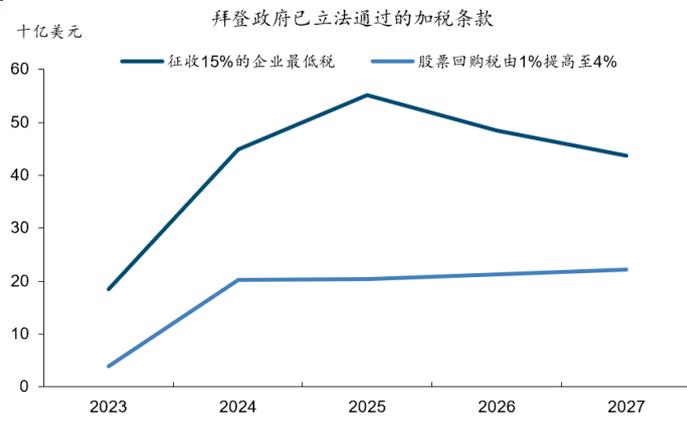
短期内，美国议长选举及拨款法案存在不确定性，国债发行规模或仍处于高位。明年财政支出可能放缓，财政赤字或有所收敛，国债融资需求可能下降。拜登政府计划对居民和企业加税以弥补财政赤字，企业最低税和股票回购税已立法通过。明年非国防支出需由2023年的7440亿削减至7040亿美元，法定支出伴随财政补贴退坡也将缩减。明年财政赤字率或将由今年的6.3%下降至5.8%，赤字金额或将由今年的1.7万亿美元降至1.57万亿美元，预计国债融资需求或将下降。

图表72：四季度债券发行计划仍较高



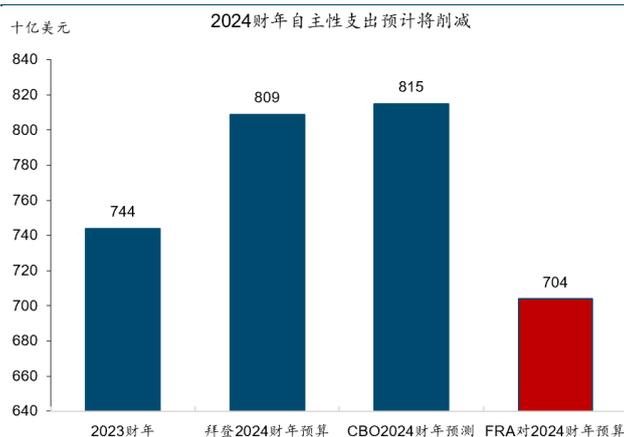
来源：Wind，国金证券研究所

图表73：企业最低税及回购税明年将提供额外



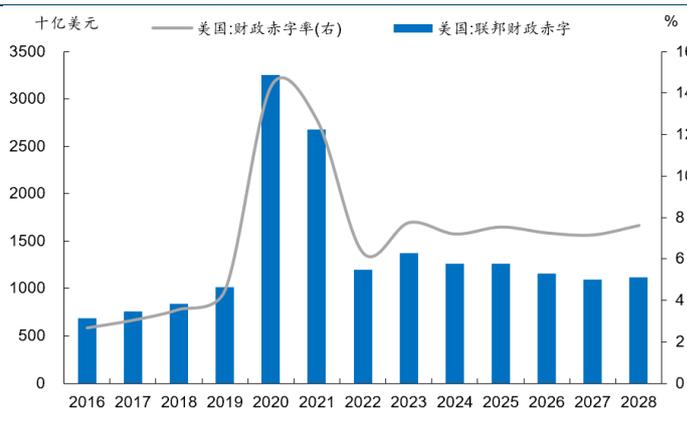
来源：EIA，国金证券研究所

图表74：明年财政自主性支出预计将削减



来源：Wind，国金证券研究所

图表75：2024年美国财政赤字率、赤字金额或将下降

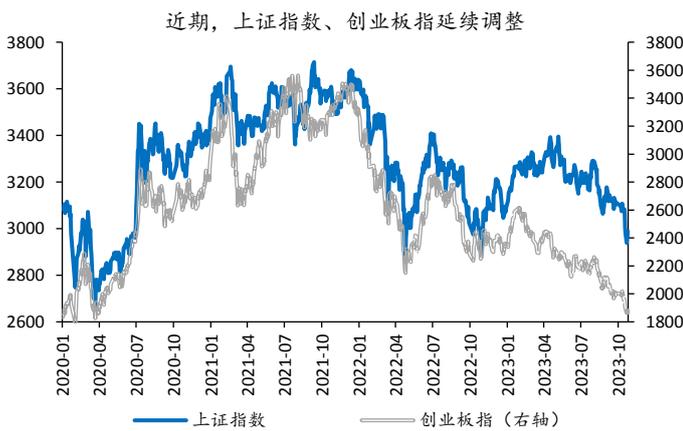


来源：Wind，国金证券研究所

## (二) 历史上的“股债双杀”，如何破局？

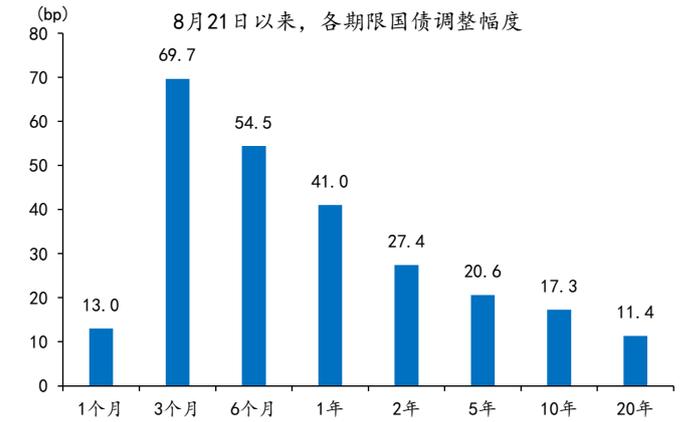
8月以来，国内市场遭遇“股债双杀”，A股快速调整、债市收益率也明显上行。8月21日至今，上证指数、创业板指均延续了4月以来的弱势表现；债市方面，国债收益率也一改此前的下行态势，近期出现明显调整。本轮“股债双杀”，流动性环境的边际变化或是主因。历史回溯来看，“股债双杀”背后驱动主要有两类：一是基本面“类滞胀”；二是流动性环境收紧。近期我国基本面改善、通胀较低，难言“类滞胀”交易。债市调整主因政府债发行加速、季末流动性紧张等；股市流动性也在恶化，表现为公募基金发行低迷、险资私募持仓低位、北上资金外流等。

图表76: 近期, 上证指数、创业板指均有调整



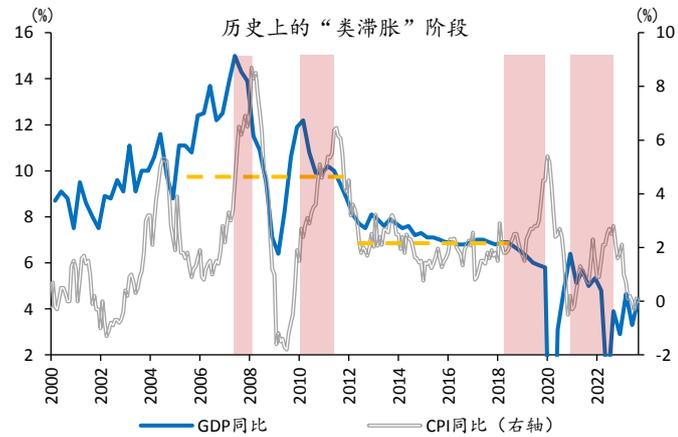
来源: Wind, 国金证券研究所

图表77: 各期限国债收益率均有一定程度的上行



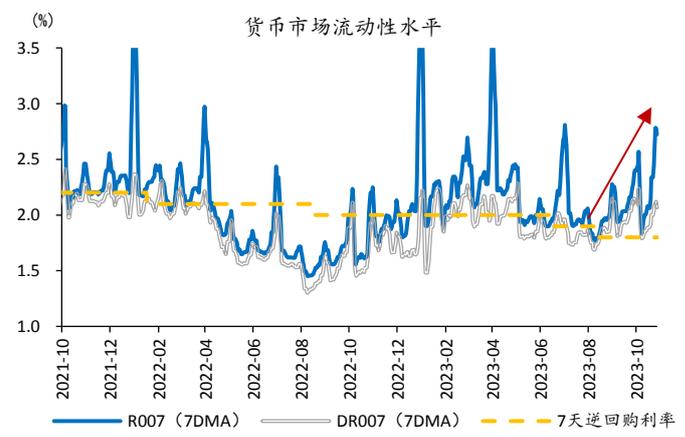
来源: Wind, 国金证券研究所

图表78: 我国历史上典型的“类滞胀”阶段



来源: Wind, 国金证券研究所

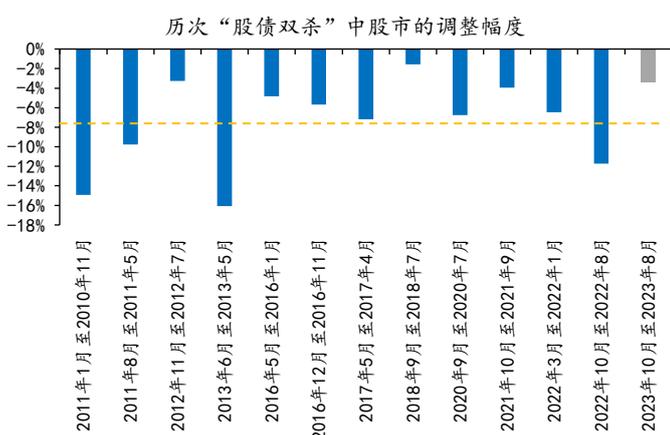
图表79: 近期, 货币市场流动性边际收紧



来源: Wind, 国金证券研究所

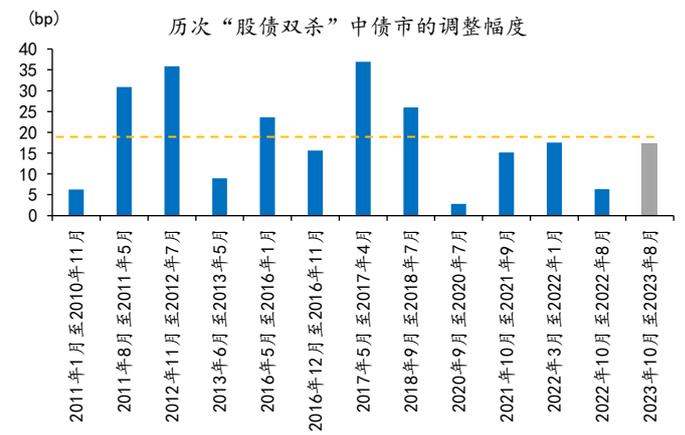
2010年以来, 国内市场出现过12次较为典型的“股债双杀”。历史回溯来看, 1)“类滞胀”环境下的5次“股债双杀”, 持续约2.2个月, 上证指数平均下跌7.3%, 10Y国债收益率平均上行19.2bp; 2)“流动性收紧”下的7次“股债双杀”, 平均持续2.3个月, 上证指数下跌7.9%, 10Y国债收益率平均上行18.6bp。过去5次“类滞胀”中, 在通胀见顶或对“滞”的担忧升温后, 政策转向下是破局信号, 随着通胀缓和后货币政策发力, 债市多先转向; 过去7次流动性的缓和, 既有降准降息等总量性宽松, 也有针对减持、募资、融资交易等的“对症下药”, 随着流动性缓和, 股市率先改善。

图表80: 近12次“股债双杀”中股市调整情况



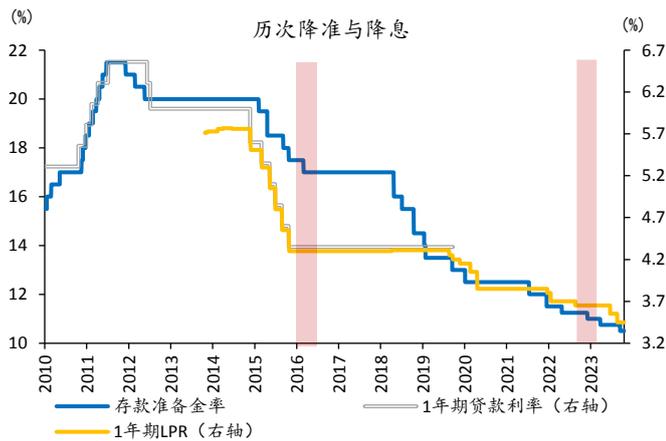
来源: Wind, 国金证券研究所

图表81: 近12次“股债双杀”中债市调整情况



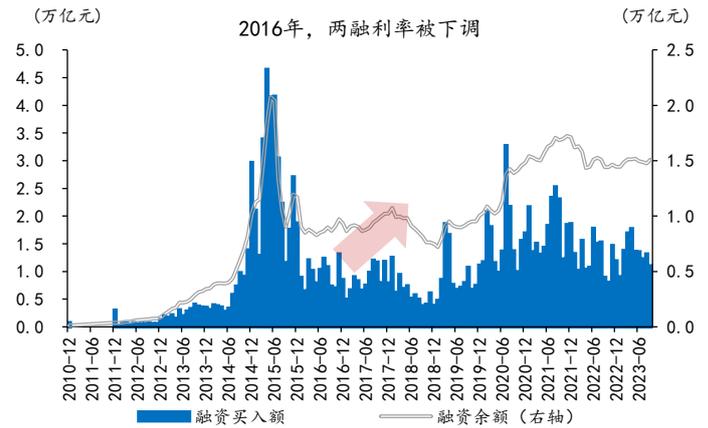
来源: Wind, 国金证券研究所

图表82: 2010年以来的几次降准与降息



来源: Wind, 国金证券研究所

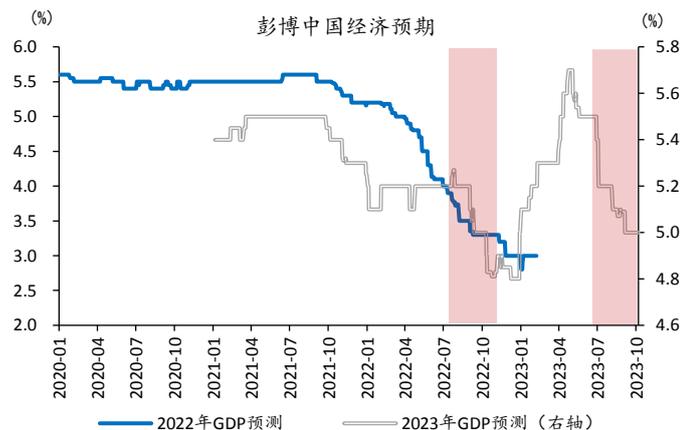
图表83: 2016年, 两融利率下调, 融资规模恢复



来源: Wind, 国金证券研究所

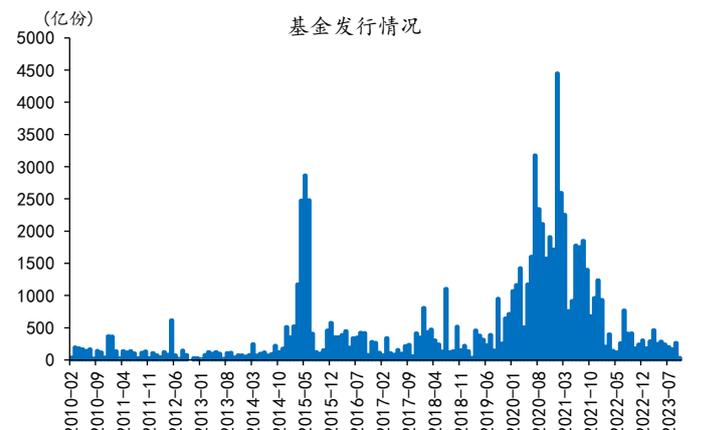
本轮“股债双杀”与2022年三季度类似，海外对中国经济预期不断下修、叠加美债利率快速上行的冲击，外资大幅外流；国内市场，基金发行持续低迷，险资、私募等资金也踟躇不前。而随着10月底市场预期回暖，上证综指由2893的低位开启反弹。当下，积极的政策信号再度释放，有望推动资金风险偏好抬升，A股或有反弹、债市阶段性承压。当下库存处于绝对低位，叠加实际利率下行，经济企稳向上信号愈加明确；而万亿国债落地，更释放了强烈的积极信号。随着市场信心回暖，长线资金有望增持。A股的反弹、或有望打破前期“股债双杀”僵局；债市阶段性承压，或较难持续回调。

图表84: 2022年与2023年外资对中国经济的预期



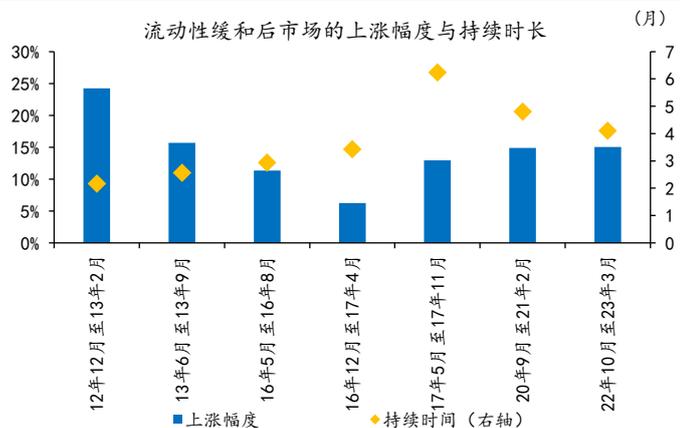
来源: Wind, 国金证券研究所

图表85: 2022年以来, 公募偏股型基金发行持续低迷



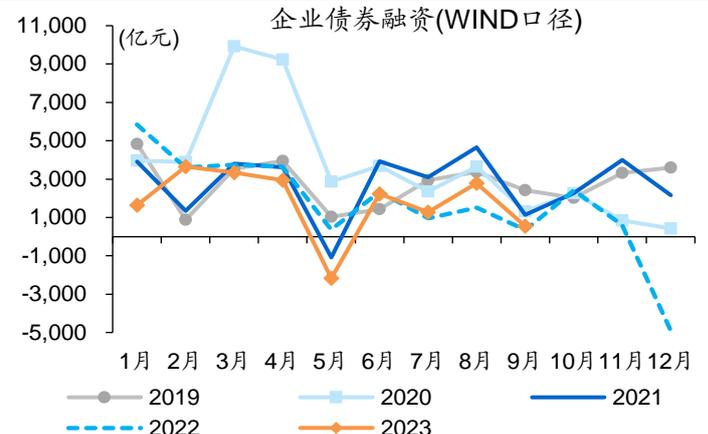
来源: Wind, 国金证券研究所

图表86: 历次流动性缓和后A股反弹的幅度与持续性



来源: Wind, 国金证券研究所

图表87: 过去5年企业债券融资情况



来源: Wind, 国金证券研究所

## 风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜：2023年1月，美德继续向乌克兰提供军事装备，俄罗斯称，视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹：近半年来，海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期：与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%，在全球性劳动短缺的情况下，美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806